



Dampak Pandemi COVID-19 terhadap Pasar Valuta Asing dan Sistem Nilai Tukar: Studi Literatur

Irma Siagian, Ruhama Girsang, Widia Gultom, Rosianna Dorepa Gultom, Cristina Martalia Br Sitepu

Program Studi Pendidikan Ekonomi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Negeri Medan

irmasiagian@unimed.ac.id, ruhamagirsang@gmail.com, widiagultom.7233141019@mh.unimed.ac.id,

rosiannagultom014@gmail.com, cristinamartalia@gmail.com

Abstrak

Pandemi COVID-19 menimbulkan perubahan besar dalam perekonomian dunia, termasuk pada pasar valuta asing dan sistem nilai tukar di Indonesia. Meningkatnya ketidakpastian ekonomi, terganggunya perdagangan internasional, serta perubahan aliran modal memberikan tekanan terhadap stabilitas mata uang, khususnya rupiah terhadap dolar Amerika Serikat. Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji dampak pandemi COVID-19 terhadap pasar valuta asing dan sistem nilai tukar serta mengidentifikasi faktor-faktor yang memengaruhi pergerakan mata uang selama masa krisis. Penelitian menggunakan metode kualitatif dengan pendekatan studi literatur. Data diperoleh dari artikel jurnal ilmiah, penelitian terdahulu, dan publikasi yang berkaitan dengan ekonomi internasional serta kebijakan moneter. Data tersebut dianalisis secara deskriptif melalui pengelompokan dan perbandingan hasil penelitian untuk memperoleh pemahaman mengenai perubahan nilai tukar selama pandemi. Hasil kajian menunjukkan bahwa gejolak pasar valuta asing tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi ekonomi domestik, tetapi juga oleh meningkatnya permintaan dolar Amerika Serikat, perubahan perilaku investor, ketidakpastian pasar global, dan kebijakan moneter negara maju. Pada awal pandemi, tekanan terhadap mata uang negara berkembang meningkat seiring dengan perpindahan investor menuju aset yang dianggap lebih aman. Selanjutnya, kebijakan penyediaan likuiditas dan intervensi pasar membantu meredakan sebagian tekanan tersebut. Dalam konteks Indonesia, Bank Indonesia melakukan berbagai langkah stabilisasi untuk menjaga pergerakan rupiah. Kajian ini menegaskan bahwa ketahanan sistem nilai tukar memerlukan pengelolaan cadangan devisa, kebijakan moneter yang tepat, serta koordinasi antarlembaga. Dengan demikian, pemahaman terhadap faktor global menjadi penting dalam merumuskan kebijakan untuk menghadapi gejolak keuangan pada masa mendatang.

Kata kunci: Pandemi COVID-19, Pasar Valuta Asing, Sistem Nilai Tukar.

Abstract:

The COVID-19 pandemic brought substantial changes to the global economy, including foreign exchange markets and Indonesia's exchange rate system. Rising economic uncertainty, disruptions to international trade, and shifts in capital flows placed considerable pressure on currency stability, particularly the Indonesian rupiah against the United States dollar. This study aims to examine the effects of the COVID-19 pandemic on foreign exchange markets and the exchange rate system, while identifying the factors influencing currency movements during the crisis. A qualitative method with a literature review approach was employed. The data were collected from scholarly journal articles, previous studies, and publications related to international economics and monetary policy. The collected materials were analyzed descriptively by classifying and comparing research findings to develop an understanding of exchange rate movements during the pandemic. The findings indicate that foreign exchange market instability was influenced not only by domestic economic conditions but also by increased demand for the United States dollar, changes in investor behavior, global market uncertainty, and monetary policies implemented by major economies. During the initial phase of the pandemic, emerging market currencies faced greater pressure as investors shifted toward assets perceived as safer. Subsequently, liquidity support measures and market interventions helped ease some of these pressures. In Indonesia, Bank Indonesia implemented several stabilization measures to maintain rupiah stability. This review highlights the importance of foreign exchange reserve management, appropriate monetary policies, and institutional coordination in strengthening exchange rate resilience. Therefore, understanding global financial developments is essential for formulating effective policies to address future economic and financial disruptions.

Keywords: COVID-19 Pandemic, Foreign Exchange Market, Exchange Rate System.

1. Pendahuluan

Pandemi COVID-19 tidak hanya berdampak pada sektor kesehatan, tetapi juga menimbulkan tekanan yang besar terhadap perekonomian dan sistem keuangan global, termasuk Indonesia. Pembatasan aktivitas ekonomi,

terganggunya perdagangan internasional, meningkatnya ketidakpastian, serta perubahan arus modal menyebabkan pasar keuangan mengalami volatilitas yang cukup tinggi. Salah satu aspek yang terdampak adalah pasar valuta asing, yang tercermin melalui perubahan nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa guncangan global dapat memengaruhi stabilitas nilai tukar negara berkembang seperti Indonesia.

Nilai tukar memiliki peranan penting dalam perekonomian karena berkaitan dengan kegiatan ekspor-impor, inflasi, investasi, dan stabilitas sektor keuangan. Perubahan nilai tukar yang cukup besar dapat meningkatkan biaya barang impor dan memengaruhi kegiatan perusahaan yang memiliki transaksi dalam mata uang asing. Nilai tukar, inflasi, BI7DRR, dan jumlah uang beredar memiliki keterkaitan dengan efisiensi bank umum di Indonesia [1]. Hal ini menunjukkan bahwa pergerakan nilai tukar tidak berdiri sendiri, tetapi berhubungan dengan berbagai kondisi makroekonomi dan sektor keuangan.

Pandemi telah memicu transformasi kebijakan ekonomi dan moneter guna menjamin keberlanjutan stabilitas perekonomian nasional. Dalam menjaga stabilitas nilai tukar rupiah, Bank Indonesia memegang peranan krusial melalui penerapan instrumen kebijakan moneter serta berbagai tindakan stabilisasi di pasar keuangan. Keterkaitan yang dinamis antara *BI Rate*, tingkat inflasi, dan pergerakan nilai tukar rupiah berhasil diidentifikasi [2]. Di samping itu, dinamika sebelum dan setelah program vaksinasi COVID-19 turut memberikan gambaran konteks yang signifikan terhadap perubahan kondisi pasar keuangan domestik [3]. Oleh karena itu, krisis kesehatan global COVID-19 dapat dikategorikan sebagai salah satu bentuk guncangan eksternal (*external shock*) yang menguji ketahanan sistem nilai tukar serta pasar valuta asing di Indonesia.

Selain memengaruhi sektor perbankan dan perdagangan, perubahan nilai tukar selama dan setelah pandemi juga berkaitan dengan pasar modal. Peran penting nilai tukar dalam memediasi hubungan antara variabel makroekonomi dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Indonesia telah terbukti secara signifikan [4]. Perkembangan tersebut menunjukkan bahwa perubahan nilai tukar dapat memberikan dampak yang lebih luas terhadap stabilitas pasar keuangan. Oleh karena itu, pemahaman mengenai dampak pandemi terhadap pasar valuta asing menjadi penting, terutama untuk melihat bagaimana perubahan kondisi ekonomi global diteruskan ke dalam perekonomian Indonesia.

Berdasarkan uraian tersebut, diperlukan kajian literatur untuk memahami secara lebih menyeluruh dampak pandemi COVID-19 terhadap pasar valuta asing dan sistem nilai tukar di Indonesia. Studi ini membahas perubahan nilai tukar selama pandemi, faktor-faktor yang memengaruhi pergerakan rupiah, dampaknya terhadap sektor ekonomi dan keuangan, serta respons kebijakan yang dilakukan untuk menjaga stabilitas nilai tukar. Kajian ini diharapkan dapat memberikan gambaran mengenai ketahanan sistem nilai tukar Indonesia dalam menghadapi guncangan ekonomi global dan menjadi dasar bagi penelitian selanjutnya.

2. Tinjauan Pustaka

Pasar Valuta Asing dan Penentuan Nilai Tukar

Nilai tukar merefleksikan harga relatif suatu mata uang terhadap mata uang lainnya. Pembentukan harga ini terjadi di pasar valuta asing melalui dinamika penawaran dan permintaan yang dipengaruhi oleh perdagangan internasional, lalu lintas investasi, aktivitas spekulatif, serta intervensi dari otoritas moneter. Secara konvensional, teori ekonomi internasional menjelaskan pembentukan kurs melalui beberapa pendekatan klasik, seperti Paritas Daya Beli (PPP), Paritas Suku Bunga (UIP/CIP), dan Pendekatan Keseimbangan Portofolio. Teori-teori tersebut menitikberatkan pada indikator fundamental, meliputi laju inflasi, disparitas suku bunga, serta posisi keseimbangan eksternal.

Namun, ketika periode krisis terjadi, variabel fundamental domestik sering kali terdistraksi oleh dinamika keuangan global. Sejalan dengan fenomena tersebut, pergerakan kurs selama masa pandemi terbukti lebih responsif terhadap guncangan pasar keuangan global dan arah kebijakan *The Federal Reserve* dibandingkan dengan kondisi makroekonomi dalam negeri. Oleh sebab itu, kajian ini menjadikan teori-teori klasik sebagai landasan awal, yang kemudian diperkaya dengan perspektif literatur mengenai dominasi mata uang dolar serta dinamika pendanaan dolar di tingkat global.

Sistem Nilai Tukar

Penentuan sistem kurs ini erat kaitannya dengan kerangka *trilemma* kebijakan moneter (*impossible trinity*), yang menegaskan bahwa suatu negara tidak dapat secara bersamaan mempertahankan kurs tetap, mobilitas modal bebas, dan independensi kebijakan moneter. Dalam pandangan konvensional, rezim kurs fleksibel berfungsi sebagai

penahan guncangan (*shock absorber*) dari luar karena proses penyesuaian ekonomi berlangsung secara otomatis melalui mekanisme harga. Negara dengan rezim kurs fleksibel, kredibilitas moneter yang baik, serta inflasi rendah dapat memanfaatkan penyesuaian kurs dan pelonggaran moneter [5]. Sementara itu, intervensi pasar valas dianggap relevan jika cadangan devisa mencukupi dan tidak menghambat proses penyesuaian struktural yang diperlukan.

Asumsi mendasar mengenai efektivitas rezim nilai tukar tersebut sejatinya mendapat tantangan dari dua sudut pandang utama: fleksibilitas nilai tukar pada negara berkembang berisiko memicu fluktuasi ekonomi internal (*boom-bust cycle*) akibat tingginya beban utang valuta asing sehingga penataan nilai tukar secara aktif sangat diperlukan [6]. Perspektif ini diperkuat oleh fakta bahwa rezim kurs fleksibel sekalipun tidak sepenuhnya mampu menepis guncangan dari gejolak mata uang dolar [7]. Dalam konteks ini, Indonesia menerapkan sistem mengambang terkelola, di mana pergerakan nilai tukar diserahkan pada mekanisme pasar tetapi tetap dibatasi oleh intervensi otoritas moneter untuk menjaga stabilitas. Posisi Indonesia ini berada di tengah-tengah perdebatan antara rezim murni kaku dan rezim murni fleksibel.

Guncangan Eksternal, Ketidakpastian dan Konsep Safe Haven

Guncangan eksternal yang terjadi secara mendadak berpotensi memicu lonjakan ketidakpastian pasar, sehingga mendorong pelaku investasi untuk menarik diri dari instrumen berisiko, khususnya di negara-negara berkembang (*emerging markets*). Gejolak ini mentransmisikan dampaknya pada nilai tukar melalui pelarian modal keluar (*capital outflow*), peningkatan premi risiko negara, serta lonjakan permintaan atas aset bermata uang aman (*safe haven*). Mata uang *safe haven* didefinisikan sebagai instrumen yang nilainya cenderung stabil atau bahkan menguat di tengah kondisi tekanan pasar.

Meski demikian, sifat sebagai mata uang aman ini bersifat dinamis. Efektivitas dolar AS sebagai aset *safe haven* bervariasi antarwaktu, di mana perannya pada masa resesi pandemi COVID-19 relatif lebih lemah dibandingkan saat Resesi Global 2008 [8]. Pada periode tersebut, euro justru mencatatkan tingkat keamanan tertinggi, disusul oleh franc Swiss dan yen Jepang. Temuan-temuan ini menggarisbawahi bahwa atribut *safe haven* tidak dapat diasumsikan secara mutlak, melainkan harus diuji pada setiap instrumen dan kondisi krisis yang spesifik.

Dominasi Dolar AS, Pendanaan Dolar dan Transmisi Kurs

Dolar AS menjalankan peran ganda dalam tata keuangan internasional: sebagai standar penagihan (*invoicing*) serta penyelesaian transaksi perdagangan global, dan sebagai denominasi utama dalam pendanaan internasional. Peran dominan dolar pada perdagangan dan pasar aset menyebabkan dinamika nilai tukarnya menjadi indikator utama bagi kinerja ekonomi di negara-negara berkembang [7].

Perspektif *dominant currency paradigm* memberikan implikasi penting terhadap mekanisme transmisi nilai tukar. Melalui evaluasi empiris di 12 negara berkembang, tingkat terusan kurs (*exchange rate pass-through*) terbukti menjadi lebih tinggi apabila transaksi impor ditagih dalam mata uang dominan [9]. Implikasinya, ketika mata uang domestik mengalami depresiasi, harga barang impor akan melonjak cepat tanpa diikuti peningkatan daya saing ekspor secara signifikan.

Peran dolar sebagai sarana pendanaan global terlihat menonjol pada periode awal pandemi (Maret 2020). Analisis terhadap 50 negara menyimpulkan bahwa akses terhadap fasilitas likuiditas The Fed (seperti *swap line* dan *FIMA repo facility*) sangat ditentukan oleh kedekatan hubungan keuangan dan perdagangan negara mitra dengan AS [10]. Pengumuman mengenai perluasan fasilitas tersebut terbukti mampu memperkuat mata uang negara-negara mitra terhadap dolar. Temuan literatur ini mempertegas bahwa volatilitas kurs selama periode krisis lebih banyak digerakkan oleh struktur arsitektur keuangan internasional ketimbang performa ekonomi riil domestik.

Pandemi Covid-19 sebagai Guncangan Pasar Valuta Asing

Walaupun pandemi COVID-19 berawal dari krisis sektor kesehatan, imbasnya dengan cepat menjangkau pasar valuta asing melalui pergeseran persepsi risiko investor, pengetatan likuiditas pendanaan dolar, disrupsi aktivitas ekonomi riil beserta dinamika harga komoditas, hingga ekspektasi pasar atas respons kebijakan otoritas. Tingkat keparahan dampak tersebut di setiap negara dipengaruhi oleh karakteristik rezim kurs, kecukupan cadangan devisa, besarnya paparan utang valuta asing, struktur denominasi perdagangan, serta aksesibilitas terhadap fasilitas likuiditas internasional, yang mana fenomena ini memperkaya literatur sejak tahun 2020 melalui fokus kajian pada kaitan statistik krisis kesehatan terhadap volatilitas pasar, pergerakan aset aman (*safe haven*), efektivitas respons kebijakan publik, dan intervensi pasar valas.

3. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode kualitatif dengan pendekatan studi literatur (*literature review*). Pendekatan ini bertujuan untuk memahami dampak pandemi COVID-19 terhadap pasar valuta asing dan sistem nilai tukar, khususnya di Indonesia, berdasarkan berbagai hasil penelitian yang telah dipublikasikan. Data yang digunakan berupa data sekunder yang bersumber dari artikel jurnal ilmiah, penelitian terdahulu, serta publikasi lembaga yang berkaitan dengan ekonomi internasional dan kebijakan moneter. Literatur dipilih berdasarkan kesesuaiannya dengan topik penelitian, terutama mengenai pergerakan nilai tukar, ketidakpastian pasar keuangan, dan kebijakan stabilisasi mata uang selama pandemi.

Analisis data dilakukan secara deskriptif melalui pengelompokan, perbandingan, dan penafsiran temuan dari berbagai sumber. Pembahasan difokuskan pada perubahan nilai tukar selama pandemi, faktor-faktor yang memengaruhi fluktuasi mata uang, serta respons kebijakan moneter dalam menjaga stabilitas nilai tukar. Hasil analisis kemudian disusun untuk memperoleh pemahaman yang lebih menyeluruh mengenai dampak pandemi COVID-19 terhadap pasar valuta asing dan sistem nilai tukar.

4. Hasil dan Pembahasan

Hasil

Kajian literatur yang dikaji berasal dari berbagai tempat: Asia Selatan (Pakistan, Bangladesh), Asia Tenggara (Indonesia, Thailand, ASEAN), Afrika Sub-Sahara, Amerika Latin, dan Eropa. Metodenya beragam, termasuk indeks tekanan nilai tukar, GARCH untuk volatilitas, VAR untuk hubungan dinamis, analisis wavelet untuk struktur waktu-frekuensi, ARDL untuk hubungan jangka pendek dan panjang, studi peristiwa untuk reaksi pasar terhadap peristiwa, dan analisis intervensi ARIMA untuk dampak guncangan. Sebagian besar penelitian berfokus pada tahun 2020–2021, tetapi ada beberapa yang memperpanjang jendela hingga siklus dolar 2021–2022. Bagaimana nilai tukar berubah selama pandemi ada empat tahap dinamika kelas berdasarkan literatur yang dibuat :

Fase 1: Gugup dan panik. Panikan pasar dan lonjakan dolar AS terjadi pada awal pandemi [7]. Sebuah analisis indeks tekanan nilai tukar menunjukkan bahwa tekanan nilai tukar selama Maret 2020 adalah yang tertinggi sejak 2003, karena sebagian besar negara mengalami penyesuaian eksternal melalui devaluasi. Pada saat ini, pasar valas lebih dipengaruhi oleh faktor global seperti selera risiko dan kelangkaan dolar daripada oleh jumlah kasus domestik.

Fase 2: Intervensi kebijakan untuk stabilisasi (Maret–pertengahan 2020). Tekanan mereda setelah Federal Reserve memperluas dan memperluas swap line dolar dan membuka fasilitas repo FIMA. Setelah guncangan awal, dolar melemah saat kondisi keuangan global melonggar [7].

Fase 3: gelombang berulang dan ketidakpastian. Saat ini, hubungan antara kurs dan kasus dan kematian berubah. Gelombang kedua lebih agresif daripada gelombang pertama, seperti yang ditunjukkan oleh [11].

Fase 4: Siklus dolar pasca pemulihan dimulai pada pertengahan 2021. Siklus pengetatan moneter bank sentral utama dimulai pada pertengahan 2021, ketika pemulihan dari resesi COVID-19 memicu penguatan dolar yang signifikan [7]. Fase empat sangat penting untuk artikel ini karena menunjukkan bahwa tekanan pada mata uang negara berkembang tidak berhenti ketika pandemi mereda, tetapi berlanjut melalui sistem moneter global.

Bukti empiris dari kawasan lain menunjukkan konsistensi dengan hasil analisis indeks tekanan nilai tukar tersebut. Peningkatan ketidakpastian akibat COVID-19 di Pakistan terbukti mendorong lonjakan permintaan terhadap dolar AS, yang berdampak pada apresiasi nilai tukar dolar terhadap rupee [12]. Sementara itu, penerapan model GARCH (1,1) di Bangladesh mengonfirmasi bahwa peningkatan kasus terkonfirmasi COVID-19 berpengaruh positif dan signifikan terhadap peningkatan volatilitas nilai tukar terhadap USD, JPY, dan SEK. Perlu dicatat bahwa temuan di Bangladesh tersebut masih berstatus *preprint* dan belum melalui proses evaluasi sejawat (*peer review*) secara penuh.

Temuan literatur mengenai status dolar AS sebagai aset aman (*safe haven*) selama pandemi menunjukkan ketidakonsistenan yang menarik. Di satu sisi, fenomena *flight to safety* terkonfirmasi telah meningkatkan permintaan dan nilai dolar, sejalan dengan tren di Pakistan [13]. Namun di sisi lain, dolar justru tidak menunjukkan karakteristik aset aman selama pandemi tidak seperti pada krisis global terdahulu, sehingga investor lebih memilih dolar Kanada atau yen Jepang untuk memitigasi risiko [14]. Temuan ini diperkuat oleh bukti empiris yang menegaskan bahwa efek *safe haven* dolar AS memang terus melemah secara gradual dalam dua dekade terakhir dan dampaknya jauh lebih redup pada resesi COVID-19 dibandingkan Resesi Besar 2008.

Dampak pandemi terbukti memiliki keterkaitan erat dengan dinamika volatilitas pada pasangan mata uang utama yang paling banyak diperdagangkan [15]. Penurunan kinerja yang dialami pasangan mata uang tersebut tidak hanya bersifat sementara, melainkan berlangsung dalam jangka waktu yang lebih panjang. Di sisi lain, meskipun indeks ketidakpastian global tidak menunjukkan pengaruh signifikan serta memicu dampak asimetris pada berbagai rentang waktu, evaluasi empiris menunjukkan bahwa pergerakan nilai tukar merespons secara positif terhadap perkembangan wabah, khususnya terkait angka kasus dan kematian harian. Memasuki gelombang kedua, korelasi antara indikator kasus maupun kematian terhadap kurs berubah menjadi signifikan dan bernilai negatif, yang pada akhirnya memberikan tekanan substansial terhadap mata uang berkategori *safe haven* [11].

Ketidakpastian COVID-19 di Pakistan sangat signifikan pada lag pertama tetapi tidak pada lag kedua, dan pengumuman kebijakan pemerintah dapat menurunkan ketidakpastian ini. Kajian yang melibatkan lebih dari lima puluh pasangan mata uang yang didasarkan pada survei ramalan menemukan bahwa imbal hasil kumulatif memiliki keuntungan, sebagian didorong oleh fundamental makro untuk mata uang utama. Namun, pengaruh terbesar berasal dari respons kebijakan, dan ekspektasi bahwa mata uang minor akan bereaksi lebih keras terhadap kebijakan.

Pada Maret 2020, intermediasi keuangan terganggu karena keinginan untuk memegang saldo dolar secara berjaga-jaga. Pada 15 Maret 2020, Federal Reserve memperkuat syarat swap line tetap dengan lima bank sentral utama; pada 19 Maret, jalur tersebut diaktifkan kembali dengan sembilan bank sentral lain, dan pada 31 Maret, Federal Reserve membentuk fasilitas repo FIMA.

Akses terhadap fasilitas likuiditas dolar terbukti didorong oleh kedekatan hubungan keuangan dan perdagangan dengan Amerika Serikat, di mana pengumuman perluasan fasilitas tersebut dapat memperkuat mata uang negara mitra terhadap dolar [10]. Selain itu, pengumuman likuiditas dolar itu sendiri turut dipengaruhi oleh intensitas hubungan keuangan serta perdagangan dengan negara tersebut. Di sisi lain, meskipun lelang dolar oleh bank sentral utama (seperti BoE, ECB, BoJ, dan SNB) efektif mengapresiasi mata uang lain serta menekan deviasi *covered interest parity* (CIP), pelaksanaan lelang serupa oleh bank sentral lain yang memiliki akses ke fasilitas Federal Reserve tidak memberikan dampak signifikan terhadap indikator keuangan domestik utama.

Evaluasi berbasis data di 12 negara berkembang mengonfirmasi bahwa penagihan transaksi impor dalam mata uang dominan memperkuat efek *pass-through* nilai tukar di negara-negara kawasan pinggiran (*periphery*) [9]. Kondisi tersebut menyebabkan manfaat depresiasi mata uang lokal terhadap daya saing ekspor menjadi lebih terbatas dibandingkan dengan estimasi teori konvensional, sebab pelemahan kurs justru langsung memicu kenaikan harga barang impor. Dominasi dolar AS yang persisten di pasar aset maupun perdagangan internasional pada akhirnya menempatkan mata uang tersebut sebagai faktor penentu yang sangat memengaruhi dinamika perekonomian di negara-negara berkembang [7].

Pada tingkat kawasan, studi ARDL dan GARCH menemukan bahwa volatilitas kurs jangka pendek di negara ASEAN dipengaruhi secara signifikan oleh harga minyak global dan variabel COVID-19, tetapi harga saham nasional tidak. Analisis intervensi pada kurs rupiah-yen, yang penting karena kesepakatan tentang penggunaan mata uang lokal dalam investasi dan transaksi antara dua negara, menunjukkan pelemahan yang signifikan pada tahun 2020 dan dampak panjang dengan model ARIMA terbaik (4,2,0).

Sebagai data konteks dari tahun 2020, rupiah menyentuh titik terendahnya di Rp16.575 per dolar AS pada 23 Maret 2020, dan Indonesia menggunakan sekitar USD9,4 miliar cadangan devisa di tengah arus modal keluar. Bank Indonesia telah mencapai kesepakatan dengan Federal Reserve untuk jalur repo senilai USD60 miliar, yang dapat digunakan untuk memenuhi kebutuhan likuiditas dolar saat diperlukan. Selain itu, pemerintah membuat skenario terburuk rupiah antara Rp17.500 dan 20.000 per dolar, yang disebut sebagai skenario "what-if" daripada proyeksi, sementara BI melakukan "intervensi tiga kali lipat" di pasar spot, DNDF, dan obligasi sekunder.

Pengelolaan kurs dapat bermanfaat karena kurs fleksibel dapat mendorong siklus boom-bust internal ketika dikombinasikan dengan guncangan dari luar dan efek keuangan dari utang valas [6]. Sebuah kajian untuk Afrika Sub-Sahara mengatakan bahwa pandemi COVID-19 mendorong reevaluasi keunggulan kurs tetap karena jangkarnya eksternal memberi kebijakan moneter lebih banyak ruang. Rezim yang lebih fleksibel tidak sepenuhnya menghilangkan dampak guncangan dolar [7]. Karena itu, kerangka tahun 2020 dari Dana Moneter Internasional menyatakan bahwa negara dengan rezim moneter fleksibel, inflasi rendah, harus melakukan penyesuaian kurs dan pelonggaran moneter yang tepat, tetapi jika cadangan memadai dan tidak menghalangi penyesuaian yang diperlukan, intervensi valas masuk akal.

Pembahasan

Studi menunjukkan bahwa dampak pandemi COVID-19 terhadap pasar valuta asing tidak dapat dijelaskan oleh satu faktor. Selera risiko investor, ketersediaan pendanaan dolar, kondisi ekonomi riil dan komoditas, dan ekspektasi respons kebijakan adalah beberapa cara pandemi bekerja. Faktor moderasi seperti rezim nilai tukar, kecukupan cadangan devisa, pola penagihan transaksi dalam dolar, besarnya utang valas yang tidak dilindung nilai, dan akses ke jaringan pengaman likuiditas global kemudian menentukan seberapa besar dampaknya terhadap setiap negara. Kerangka ini membantu menjelaskan mengapa reaksi setiap negara terhadap guncangan global yang sama berbeda.

Fase awal krisis menunjukkan kanal selera risiko yang paling jelas. Investor melepas aset berisiko di negara berkembang saat ketidakpastian meningkat, yang menekan permintaan mata uang lokal. Sebuah analisis indeks tekanan nilai tukar menunjukkan bahwa Maret 2020 adalah salah satu dari tiga periode tekanan terbesar sejak 2003, dan penyesuaian eksternal di sebagian besar negara terutama disebabkan oleh devaluasi. Kasus Pakistan menunjukkan pola serupa: kenaikan ketidakpastian COVID-19 meningkatkan permintaan dolar, meningkatkan kurs dolar terhadap rupee, dan temuan Salim (2022) bahwa pandemi meningkatkan perpindahan ke dolar AS, yang meningkatkan permintaan dan nilainya. Oleh karena itu, depresiasi mata uang negara berkembang pada awal 2020 lebih mencerminkan perilaku risiko global daripada situasi domestik.

Pendanaan dolar, kanal kedua, menjelaskan mengapa tekanan itu begitu kuat dan mengapa ia mereda setelah beberapa tindakan diambil. Dolar adalah mata uang pendanaan global dan aset yang aman. Dalam reaksi terhadap gangguan intermediasi keuangan yang terjadi pada Maret 2020, Federal Reserve memperkuat syarat swap line dengan lima bank sentral utama pada 15 Maret 2020. Hubungan perdagangan dan keuangan yang kuat dengan Amerika Serikat mendorong akses ke fasilitas likuiditas; pengumuman perluasan fasilitas membuat mata uang mitra lebih kuat daripada dolar [10]. Temuan ini penting karena menunjukkan bahwa perubahan kurs selama masa krisis lebih terkait dengan struktur sistem keuangan internasional daripada kinerja ekonomi setiap negara. Selain itu, ia menunjukkan bahwa jaringan pengaman likuiditas tidak menerima manfaat yang sama. Berbeda dengan lelang oleh bank sentral besar yang menurunkan deviasi paritas bunga terlindung, lelang dolar oleh bank sentral lain yang memiliki akses ke fasilitas Federal Reserve tidak berdampak signifikan pada variabel keuangan domestik utama bahkan di antara penerima fasilitas.

Gambaran ini diperlengkapi oleh ekspektasi kebijakan dan kanal ekonomi riil. Di kawasan ASEAN, volatilitas kurs jangka pendek dipengaruhi secara signifikan oleh faktor-faktor global seperti harga minyak dan COVID-19, tetapi tidak oleh harga saham nasional; ini menunjukkan bahwa kanal keuangan dan komoditas bekerja bersamaan. Kajian yang melibatkan survei ramalan terhadap lebih dari 50 pasangan mata uang menemukan bahwa respons kebijakan terhadap pandemi memberi dampak terbesar pada kelebihan imbal hasil kumulatif, dan ekspektasi mata uang minor bereaksi lebih keras terhadapnya. Pakistan menemukan bahwa pengumuman kebijakan pemerintah dapat mengurangi ketidakpastian COVID-19 menghasilkan kesimpulan yang sama: pasar valas menimbang kebijakan yang diharapkan, bukan hanya angka kasus yang sudah terjadi. Akibatnya, kredibilitas dan kejelasan komunikasi kebijakan merupakan komponen penting dari penjelasan pergerakan kurs.

Perbedaan hasil antarstudi sebaiknya dibaca dengan memperhatikan perbedaan desainnya. Ukuran pandemi yang dipakai berbeda-beda (kasus harian, kematian, indeks ketidakpastian, atau variabel periode), padahal masing-masing menangkap fenomena yang tidak persis sama. Metodenya pun berlainan: model GARCH menangkap volatilitas, VAR menangkap respons dinamis, sementara analisis wavelet membedakan reaksi menurut frekuensi waktu. Gelombang kedua lebih agresif dan mata uang yang dianggap aman terkena dampak besar pada gelombang tersebut [11]. Selain itu, kajian lain menunjukkan dampak COVID-19 terhadap kurs menjadi tidak simetris pada berbagai kerangka waktu. Terakhir, setiap negara memiliki karakteristik tertentu, seperti struktur ekonomi, kedalaman pasar keuangan, dan rezim kurs, yang memengaruhi reaksi terhadap perubahan. Dengan demikian, ketidaksesuaian hasil harus dipahami sebagai konsekuensi dari situasi daripada sebagai konflik yang tidak dapat diselesaikan.

Bukti paling nyata dari ketergantungan konteks terlihat dalam perdebatan mengenai status dolar sebagai aset aman (*safe haven*). Meskipun terdapat indikasi kuat mengenai lonjakan permintaan dolar pada fase awal pandemi, analisis lain mengonfirmasi bahwa dolar justru tidak menampilkan karakteristik *safe haven* sebagaimana pada periode krisis sebelumnya, sehingga instrumen seperti dolar Kanada dan yen Jepang lebih dimanfaatkan untuk memitigasi risiko [14]. Penurunan bertahap pada intensitas efek *safe haven* dolar ini juga terbukti jauh lebih redup selama resesi COVID-19 dibandingkan saat Resesi Besar [8]. Kedua kondisi ini saling melengkapi: kebutuhan likuiditas dan kecenderungan menghindari risiko sempat memperkuat dolar terhadap mata uang negara berkembang, namun respons cepat Federal Reserve dalam menyalurkan likuiditas membuat lonjakan tersebut tidak berlangsung lama. Kondisi ini mempertegas bahwa konsep *safe haven* mencakup berbagai fungsi dinamis, baik

sebagai penyimpan nilai saat terjadi ketidakpastian, mata uang pendanaan, maupun sarana pelunasan kewajiban global.

Di samping itu, pandemi mengonfirmasi bahwa faktor penentu pertumbuhan ekonomi di negara berkembang dominan bersumber dari ranah eksternal. Kepanikan pasar serta penguatan dolar pada awal krisis terbukti menghasilkan guncangan yang tidak mampu diredam sepenuhnya oleh penerapan rezim kurs fleksibel [7]. Tren penguatan dolar kembali berlanjut seiring pengetatan kebijakan moneter oleh bank sentral utama dalam merespons pemulihan ekonomi, di mana fenomena finansialisasi dan intervensi Federal Reserve menyebabkan pergerakan kurs menjadi lebih sensitif terhadap dinamika pasar keuangan dibandingkan indikator makroekonomi domestik. Kondisi ini diperberat oleh penerapan *dominant currency paradigm*, di mana penagihan impor dalam mata uang dominan memperkuat efek *pass-through* nilai tukar di negara-negara kawasan pinggiran (*periphery*) [9]. Akibatnya, fungsi kurs fleksibel sebagai peredam guncangan menjadi semakin terbatas karena depresiasi mata uang lokal langsung memicu lonjakan harga barang impor tanpa serta-merta mendorong daya saing ekspor. Dengan demikian, efektivitas pengendalian pandemi di tingkat domestik tidak secara otomatis memicu apresiasi mata uang, sehingga tekanan terhadap kurs di negara berkembang tetap berpotensi berlanjut melalui saluran moneter global.

Literatur mencatat sekurang-kurangnya tiga perspektif utama dalam perdebatan mengenai efektivitas sistem nilai tukar. Kerangka kerja yang digagas mengindikasikan bahwa penyesuaian nilai tukar beserta pelanggaran kebijakan moneter yang tepat sangat diperlukan bagi negara yang menerapkan rezim kurs fleksibel dengan tingkat kredibilitas moneter yang tinggi serta inflasi yang terkendali, sejalan dengan pandangan konvensional mengenai peran kurs sebagai peredam guncangan (*shock absorber*) [5]. Di sisi lain, perspektif kedua menegaskan bahwa pertimbangan terhadap dampak keuangan dari kewajiban utang valuta asing menunjukkan bahwa pengelolaan nilai tukar secara aktif justru berpotensi memicu siklus fluktuasi ekonomi internal (*boom-bust cycle*) ketika berinteraksi dengan guncangan eksternal [6]. Sementara itu, sudut pandang ketiga menilai bahwa krisis pandemi COVID-19 memberikan momentum untuk mengevaluasi kembali keunggulan rezim kurs tetap, mengingat keberadaan jangkar eksternal (*external anchor*) mampu menyediakan ruang yang lebih luas bagi fleksibilitas kebijakan moneter, khususnya di kawasan Afrika Sub-Sahara. Ketiga pendekatan tersebut tidak bersifat saling meniadakan, melainkan berlaku secara kondisional sesuai dengan faktor moderasi masing-masing: rezim kurs fleksibel terbukti optimal pada kondisi beban utang valas yang rendah, kredibilitas moneter yang kuat, serta *pass-through* yang terkontrol, sedangkan intervensi atau penambatan nilai tukar jauh lebih efektif ketika struktur neraca keuangan domestik rentan terhadap risiko depresiasi.

Posisi tengah tersebut ditunjukkan oleh pengalaman Indonesia. Stabilisasi rupiah pada tahun 2020 tidak bergantung pada satu instrumen karena sistem mengambang dikelola secara menyeluruh. Di pasar spot, pasar DNDF, dan pasar obligasi sekunder, Bank Indonesia melakukan "intervensi pasar tiga kali lipat". Selain itu, mereka berkomitmen untuk membangun jalur repo senilai USD60 miliar dengan Federal Reserve, yang dapat digunakan untuk memenuhi kebutuhan likuiditas dolar saat diperlukan. Kombinasi ini sejalan dengan temuan global bahwa jaminan likuiditas dolar menenangkan mata uang mitra. Namun, perlu diingat bahwa akses ini bergantung pada hubungan kuat dengan AS, jadi tidak semua negara memiliki akses yang sama. Faktor tambahan terkait dengan perubahan kurs rupiah terhadap yen. Kurs ini penting karena kedua negara setuju untuk menggunakan mata uang lokal mereka dalam transaksi dan investasi. Analisis intervensi menunjukkan bahwa pelebaran yang signifikan pada tahun 2020 akan berdampak jangka panjang pada kurs. Meskipun temuan ini belum cukup untuk menyimpulkan bahwa penyelesaian transaksi dengan mata uang lokal melindungi dari guncangan, mereka menunjukkan jalan untuk penelitian lebih lanjut.

Beberapa konsekuensi dihasilkan dari penelitian ini. Cadangan devisa tetap menjadi pilihan pertama, tetapi karena akses yang tidak merata ke fasilitas bank sentral utama, tidak cukup tanpa akses ke jaring pengaman likuiditas yang terdiversifikasi. Karena kursus bereaksi pada kebijakan yang diharapkan, koordinasi dan komunikasi antar otoritas sangat penting. Agar depresiasi tidak berkembang menjadi masalah neraca yang luas, kewajiban lindung nilai dan pengelolaan utang valas swasta harus diperkuat. Walaupun tidak ada bukti empiris yang memadai, upaya untuk mengurangi dominasi dolar dalam penyelesaian perdagangan dan penagihan juga layak dipertimbangkan. Terakhir, kebijakan harus dirancang untuk pengetatan moneter global dan siklus dolar, bukan hanya untuk pandemi.

Kajian ini memberikan tiga rekomendasi teoretis. Pada masa guncangan global, faktor keuangan global harus dimasukkan, karena model kurs yang bergantung pada fundamental domestik tidak memadai. Klaim bahwa kurs fleksibel otomatis meredam guncangan harus disesuaikan dengan pola penagihan dan struktur neraca. Karena tidak semua fungsi dolar bergerak searah selama masa krisis, konsep aset aman juga harus disesuaikan dengan fungsinya.

5. Kesimpulan

Pandemi COVID-19 memberikan dampak yang cukup besar terhadap pasar valuta asing dan sistem nilai tukar, terutama melalui meningkatnya ketidakpastian ekonomi, perubahan arus modal, serta meningkatnya permintaan terhadap dolar Amerika Serikat. Kondisi tersebut menyebabkan mata uang negara berkembang, termasuk rupiah, mengalami tekanan dan fluktuasi yang cukup tinggi. Berdasarkan hasil studi literatur, perubahan nilai tukar selama pandemi tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi ekonomi dalam negeri, tetapi juga oleh situasi keuangan global, kebijakan bank sentral negara maju, dan kepercayaan investor. Oleh karena itu, stabilitas nilai tukar memerlukan kebijakan yang tepat, seperti intervensi pasar valuta asing, pengelolaan cadangan devisa, dan koordinasi kebijakan moneter. Dengan demikian, pengalaman selama pandemi menunjukkan bahwa ketahanan sistem nilai tukar Indonesia sangat dipengaruhi oleh kemampuan dalam menghadapi guncangan eksternal. Upaya menjaga stabilitas rupiah perlu dilakukan secara berkelanjutan agar perekonomian Indonesia lebih siap menghadapi krisis ekonomi global pada masa mendatang.

Reference

- [1] M. S. F. Ramadhan, A. Febrianti, P. Dianawati, N. Istikomah, and A. Setiawan, "The impact of exchange rate, inflation, BI7DRR, and money supply on the efficiency of Indonesian commercial banks 2018–2024 period: An error correction model," *J. Soc. Soc.*, vol. 5, no. 1, pp. 14–27, 2025, doi: 10.54065/jss.5.1.2025.609.
- [2] I. M. Akhsan, A. S. Maharani, and I. N. Baity, "Monetary policy analysis in Indonesia: The dynamic relationship between the BI rate, inflation, and the rupiah exchange rate," in *Proceedings of the International Conference on Data Science and Official Statistics*, 2025, pp. 1016–1031. doi: 10.34123/icdsos.v2025i1.689.
- [3] R. Andni and M. Said, "Determinant of Islamic stock index in Indonesia pre and post pandemic era vaccine," *J. Islam. Econ. Lariba*, vol. 8, no. 1, pp. 85–100, 2022, doi: 10.20885/jielariba.vol8.iss1.art6.
- [4] M. R. Susila and F. A. Pradhani, "The role of exchange rate as a moderator of the influence of macroeconomic variables on the IDX Composite," *Int. Res. J. Econ. Manag. Stud.*, vol. 4, no. 5, pp. 50–58, 2025, doi: 10.56472/25835238/IRJEMS-V4I5P107.
- [5] I. M. Fund, "Special Series on COVID-19: Monetary and Financial Policy Responses for Emerging Market and Developing Economies," International Monetary Fund, Washington, DC, USA, 2020. [Online]. Available: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/covid19-special-notes/enspecial-series-on-covid19monetary-and-financial-policy-responses-for-emerging-market-and-developin.ashx>
- [6] K. Kohler and E. Stockhammer, "Flexible exchange rates in emerging markets: Shock absorbers or drivers of endogenous cycles?," Post Keynesian Economics Society, 2022. [Online]. Available: <https://postkeynesian.net/media/working-papers/PKWP2205.pdf>
- [7] M. Obstfeld and H. Zhou, "The global dollar cycle," *Brookings Pap. Econ. Act.*, vol. 2022, no. 2, pp. 1–60, 2022, [Online]. Available: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2022/09/BPEA-FA22_WEB_Obstfeld-Zhou.pdf
- [8] C. Diaz, "In USD we trust: Is the strength of the safe-haven effect on US dollars dwindling?," Emory University, 2021. [Online]. Available: <https://etd.library.emory.edu/concern/etds/br86b487x>
- [9] A. Gevorkyan and T. Khemraj, "Dominant currency and exchange market pressure," Center for Economic Research and Teaching, 2021. [Online]. Available: https://cert-net.com/files/AMSC 2021_A.Gevorkyan_T.Khemraj_CERT.pdf
- [10] J. Aizenman, H. Ito, and G. K. Pasricha, "Central bank swap arrangements in the COVID-19 crisis," National Bureau of Economic Research, 2021. doi: 10.3386/w28585.
- [11] I. Arif, A. Saeed, and U. Farooq, "The behaviour of forex market during the first and second wave of COVID-19: A wavelet analysis," *Appl. Econ. Lett.*, vol. 29, no. 19, pp. 1799–1803, 2022, doi: 10.1080/13504851.2021.1962508.
- [12] R. Karim, "Impact of COVID-19 on exchange rate volatility of Bangladesh: Evidence through GARCH model," 2024. doi: 10.48550/arXiv.2403.02560.
- [13] I. Salim, "COVID-19 and the foreign exchange market: An analysis of the pandemic's effect on exchange rates," Georgia Southern University, 2022. [Online]. Available: <https://digitalcommons.georgiasouthern.edu/honors-theses/770>
- [14] W. Bazán-Palomino and D. Winkelried, "FX markets' reactions to COVID-19: Are they different?," *Int. Econ.*, vol. 168, pp. 50–58, 2021, doi: 10.1016/j.inteco.2021.09.002.
- [15] C. Balint and C. Bordea, "Was the foreign exchange market affected by the pandemic crisis?," *Finanțe – Provocările Viitorului*, vol. 1, no. 23, pp. 125–135, 2021, [Online]. Available: <https://ideas.repec.org/a/aio/fpvfcf/v1y2021i23p125-135.html>